셀트리온헬스케어(091990.KQ)



바이오 한병화
Tel. 02)368-6171 / bhh1026@eugenefn.com

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지)	80,000원
현재주가(10/2)	53,300원

Key Data	(기준일: 2019.10.02)
KOSPI(pt)	2,032
KOSDAQ(pt)	625
액면가(원)	1,000
시가총액(십억원)	7,671
52주 최고/최저(원)	89,000 / 37,700
52주 일간 Beta	1.28
발행주식수(천주)	143,918
평균거래량(3M,천주)	745
평균거래대금(3M,백만원)	34,715
배당수익률(19F, %)	-
외국인 지분율(%)	25.8
주요주주 지분율(%)	
서정진 외 18인	38.0
One Equity Partners	10.6
Ion Investments B.V	9.4

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	17.1	-6.8	-21.6	-37.6
KOSPI 대비상대수익률	16.4	3.5	-6.1	-16.1

2020년 성장 가시성 높아져

■ **미국과 유럽 시장 확대 위한 준비 완료**

셀트리온헬스케어의 2020년 매출액과 영업이익은 각각 1.7조원, 2,042억원으로 올해 대비 53%, 261% 급증할 것으로 예상된다. 유럽시장에서의 램시마SC 출시, 미국에서의 트룩시마, 허쥬마 본격 판매, 램시마(인플랙트라)의 사보험 업체 우선처방약 등재의 영향으로 매출 고성장이 예상되기 때문이다. 램시마SC의 EMA CHMP의 허가 권고로 연말 내에 판매허가가 확실시 되고, 트룩시마에 이어 허쥬마의 미국 출시도 내년 초부터 시작될 것으로 판단된다.

■ **인플렉트라 매출 4분기 이월로 3분기 영업이익은 27% 감소 예상**

동사의 3분기 매출액과 영업이익은 각각 2,880억원, 147억원으로 전년대비 매출액은 35% 증가하나 영업이익은 27% 감소가 예상된다. 기존 추정 매출액인 3,502억원 대비 낮은 이유는 미국향 인플렉트라의 매출이 3분기말에서 4분기로 이연 될 것으로 파악되기 때문이다. 이에 따라 4분기 추정치는 기존 대비 증가할 것으로 판단된다. 3분기 세전이익은 전년대비 86% 증가한 169억원을 기록할 것으로 추정된다. 2018년 3분기에는 금융상품 평가손실 약 80억원이 발생해 세전이익이 91억원에 불과했다.

■ **바이오시밀러 산업에 대한 상대 매력도 증가**

임상실패와 과정의 난맥상 때문에 단기간에 신약개발 바이오 관련업체들의 성장모멘텀을 기대하기는 어려워졌다. 반면 국내 바이오시밀러 업체들은 정해진 임상과 허가 계획을 지키면서 실제 약품의 처방이 고성장하는 국면에 있다. 물론 예상보다 깊은 약가 인하 폭은 여전히 리스크로 작용하고 있다. 하지만 동사와 같은 바이오시밀러 업체들은 파이프라인 조기확대와 램시마SC와 같은 업그레이드 약품의 출시로 리스크를 상쇄하는 전략을 진행중이다. 바이오주들에 대한 투자에 있어 먼 미래의 막연한 성장보다 눈 앞의 성장가시성이 보다 중요하다는 인식이 당분간 지속될 것으로 판단된다. 글로벌 1위 바이오시밀러 판매사인 셀트리온헬스케어에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 8만원을 유지한다.

Earnings Summary(IFRS 연결 기준)

결산기(12월) (단위: 십억원)	3Q19F 예상치	3Q19F qoq (%,%p)	3Q19F yoy (%,%p)	시장 전망치	4Q19F 예상치	4Q19F qoq (%,%p)	4Q19F yoy (%,%p)	2018	2019F 예상치	2019F yoy (%,%p)	2020F 예상치	2020F yoy (%,%p)
매출액	288.0	1.1	35.4	313.3	324.0	12.5	71.7	713.5	1,117.2	56.6	1,707.7	52.9
영업이익	14.7	58.7	-26.7	29.6	23.3	58.8	흑전	-25.2	56.6	흑전	204.2	260.6
세전이익	16.9	-6.2	85.9	29.2	28.5	68.9	흑전	24.4	72.0	195.1	215.6	199.4
순이익	13.0	53.4	103.7	24.6	22.0	68.9	흑전	11.4	49.3	332.9	166.0	236.9
OP Margin	5.1	1.9	-4.3	9.4	7.2	2.1	43.7	-3.5	5.1	8.6	12.0	6.9
NP Margin	4.5	1.5	1.5	7.8	6.8	2.3	42.0	1.6	4.4	2.8	9.7	5.3
EPS(원)	362	53.4	103.2	609	612	68.9	흑전	80	343	331.5	1,154	236.3
BPS(원)	11,419	0.8	-8.5	11,492	11,572	1.3	1.4	11,412	11,572	1.4	12,726	10.0
ROE(%)	3.2	1.1	1.7	5.3	5.3	2.1	21.6	0.7	3.0	2.3	9.5	6.5
PER(X)	147.1	-	-	87.5	87.1	-	-	946.4	155.3	-	46.2	-
PBR(X)	4.7	-	-	4.6	4.6	-	-	6.6	4.6	-	4.2	-

자료: 셀트리온헬스케어, 유진투자증권
주: EPS는 annualized 기준

도표 1 분기실적 추정(연결기준)

(십억원)	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18A	1Q19A	2Q19A	3Q19F	4Q19F
매출액	**128.4**	**183.8**	**212.7**	**188.7**	**220.5**	**284.8**	**288.0**	**324.0**
%YoY	119.7%	-19.9%	25.7%	-59.3%	71.8%	55.0%	35.4%	71.7%
램시마	104.6	32.9	111.8	164.6	133.3	148.1	71.1	135.8
트룩시마	21.2	82.8	23.7	-13.6	68.0	105.4	153.7	126.2
허쥬마	1.5	43.4	77.1	49.2	18.4	31.3	62.1	58.0
램시마SC	-	-	-	-	-	-	-	-
기타	1.1	24.6	0.1	-11.6	0.9	-0.0	1.0	4.0
매출원가	102.8	144.9	168.8	228.1	186.6	248.3	244.4	268.8
매출원가율	80.1%	78.9%	79.4%	120.9%	84.6%	87.2%	84.9%	83.0%
매출총이익	25.6	38.8	43.9	-39.4	33.9	36.4	43.6	55.1
판매관리비	17.1	23.6	23.8	29.5	24.5	27.2	28.9	31.8
영업이익	**8.4**	**15.2**	**20.0**	**-68.9**	**9.4**	**9.3**	**14.7**	**23.3**
영업이익률	6.6%	8.3%	9.4%	-36.5%	4.2%	3.2%	5.1%	7.2%
%YoY	흑전	-66.6%	73.7%	-170.7%	11.1%	-39.2%	-26.7%	흑자전환
영업외손익	74.1	0.7	-11.0	-14.2	-0.7	8.7	2.2	5.2
세전이익	82.5	16.0	9.1	-83.2	8.6	18.0	16.9	28.5
법인세비용	22.0	5.0	2.7	-16.7	2.8	9.5	3.9	6.6
법인세율	26.7%	31.2%	29.7%	20.0%	32.2%	52.9%	23.0%	23.0%
당기순이익	**60.5**	**11.0**	**6.4**	**-66.5**	**5.8**	**8.5**	**13.0**	**22.0**

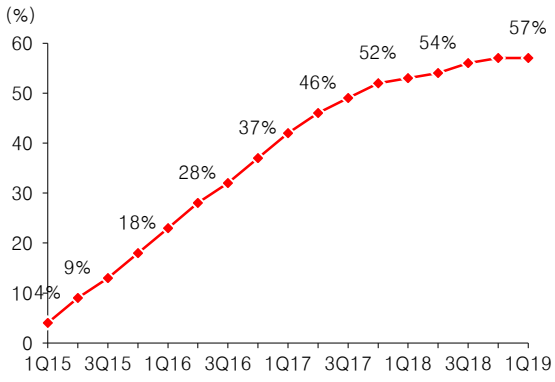
자료: 유진투자증권

도표 2 연간실적 추정(연결기준)

(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
매출액	**920.9**	**713.5**	**1,117.2**	**1,707.7**	**2,180.4**	**2,761.5**	**3,461.4**
%YoY	25.6%	-22.5%	56.6%	52.9%	27.7%	26.6%	25.3%
램시마	506.9	413.8	488.3	549.3	631.7	726.5	821.0
트룩시마	383.2	114.2	453.3	572.5	687.0	797.0	916.5
허쥬마	17.7	171.2	169.8	258.5	310.2	362.9	417.4
램시마SC	-	-	-	317.3	539.4	863.0	1,294.5
기타	13.1	14.3	5.9	10.0	12.0	12.0	12.0
매출원가	696.8	644.6	948.1	1,371.6	1,711.6	2,126.3	2,630.7
매출원가율	75.7%	90.3%	84.9%	80.3%	78.5%	77.0%	76.0%
매출총이익	224.1	68.9	169.1	336.1	468.8	635.1	830.7
판매관리비	70.5	94.1	112.4	131.8	151.9	175.6	203.7
영업이익	**153.7**	**-25.2**	**56.6**	**204.2**	**316.9**	**459.6**	**627.0**
영업이익률	16.7%	-3.5%	5.1%	12.0%	14.5%	16.6%	18.1%
%YoY	-1.1%	-116.4%	흑자전환	260.6%	55.2%	45.0%	36.4%
영업외손익	52.5	49.6	15.4	11.4	12.0	12.0	11.0
세전이익	206.1	24.4	72.0	215.6	328.9	471.6	638.0
법인세비용	48.7	13.0	22.7	49.6	75.7	108.5	146.7
법인세율	23.6%	53.4%	31.6%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
당기순이익	**157.4**	**11.4**	**49.3**	**166.0**	**253.3**	**363.1**	**491.3**
EPS		79	343	1,154	1,761	2,523	3,414
목표주가 기준 PER			233.2	69.3	45.4	31.7	23.4

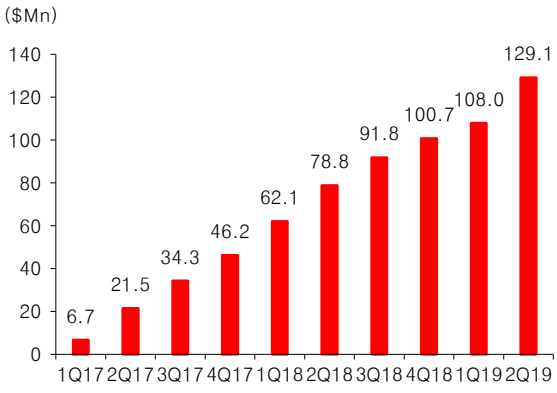
자료: 유진투자증권

도표 3 유럽 램시마 시장점유율



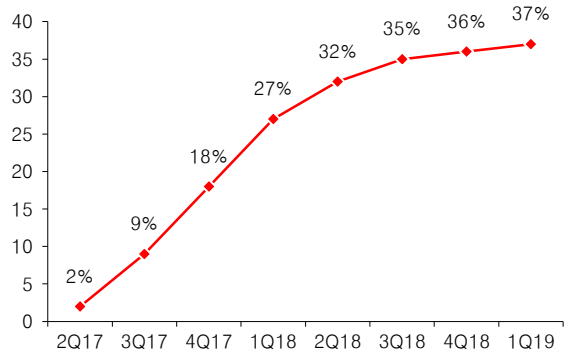
자료: IQVIA, 유진투자증권
주: 시장점유율은 Volume 기준

도표 4 미국 인플렉트라 처방액 추이



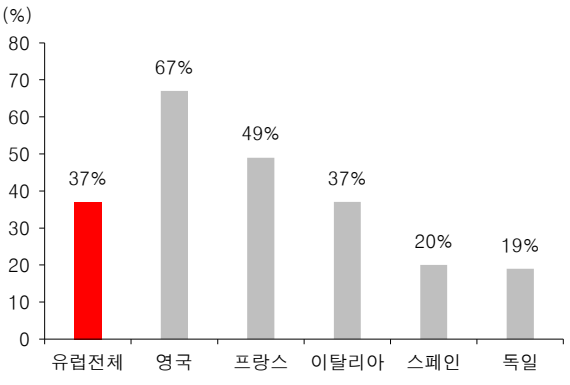
자료: Symphony Health, 유진투자증권
주: 처방액은 WAC 기준

도표 5 유럽 트룩시마 시장점유율



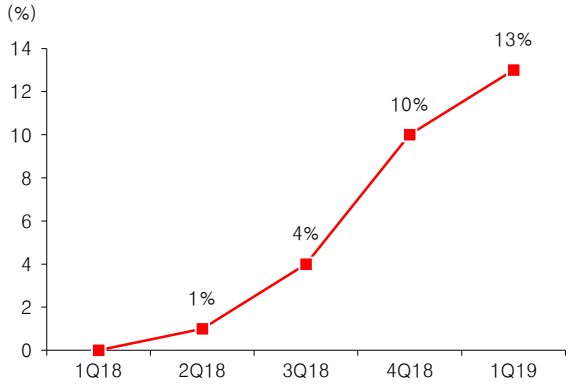
자료: IQVIA, 유진투자증권

도표 6 유럽의 지역별 트룩시마 점유율



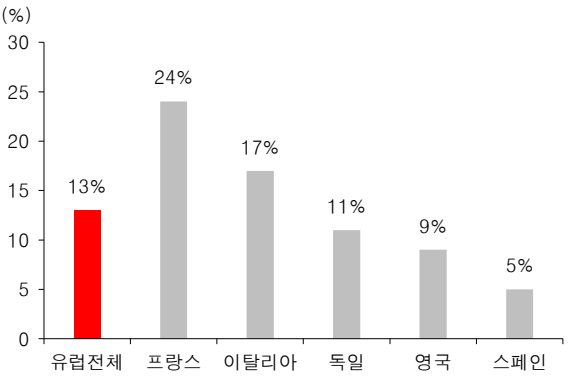
자료: IQVIA, 유진투자증권
주: 2019년 1분기 기준

도표 7 유럽 허쥬마 시장점유율



자료: IQVIA, 유진투자증권

도표 8 유럽의 지역별 허쥬마 점유율



자료: IQVIA, 유진투자증권
주: 2019년 1분기 기준

셀트리온헬스케어(091990.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
자산총계	**2,874.9**	**2,948.6**	**2,760.8**	**2,922.6**	**3,172.0**
유동자산	2,800.2	2,793.4	2,613.4	2,769.9	3,013.7
현금성자산	774.8	572.6	508.2	618.0	819.0
매출채권	415.5	405.1	401.2	434.3	463.2
재고자산	1,574.8	1,696.9	1,680.0	1,693.5	1,707.1
비유동자산	74.7	155.2	147.4	152.6	158.3
투자자산	72.3	151.9	142.4	148.2	154.2
유형자산	0.3	0.4	2.3	1.9	1.8
기타	2.1	2.9	2.7	2.5	2.3
부채총계	**1,167.5**	**1,313.1**	**1,096.5**	**1,092.3**	**1,088.4**
유동부채	993.3	1,279.1	1,061.0	1,055.3	1,050.0
매입채무	720.4	813.8	725.3	728.2	731.1
유동성이자부채	75.1	84.1	118.6	118.6	118.6
기타	197.9	381.2	217.0	208.5	200.3
비유동부채	174.1	34.0	35.5	37.0	38.4
비유동기타부채	0.0	0.0	0.8	0.8	0.8
기타	174.1	34.0	34.7	36.1	37.6
자본총계	**1,707.5**	**1,635.5**	**1,664.3**	**1,830.3**	**2,083.6**
지배지분	1,707.5	1,635.5	1,664.3	1,830.3	2,083.6
자본금	137.3	140.5	143.8	143.8	143.8
자본잉여금	1,365.6	1,377.0	1,388.9	1,388.9	1,388.9
이익잉여금	258.8	267.5	314.0	480.0	733.3
기타	(54.3)	(149.5)	(182.4)	(182.4)	(182.4)
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**1,707.5**	**1,635.5**	**1,664.3**	**1,830.3**	**2,083.6**
총차입금	75.1	84.1	119.5	119.5	119.5
순차입금	(699.7)	(488.4)	(388.8)	(498.5)	(699.5)

현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	**(194.3)**	**(184.2)**	**32.6**	**115.9**	**207.6**
당기순이익	157.4	11.4	49.3	166.0	253.3
자산상각비	0.2	0.3	1.5	0.9	0.8
기타비현금성손익	(57.2)	(35.9)	38.3	1.4	1.5
운전자본증감	(266.9)	(126.7)	(31.0)	(52.4)	(48.0)
매출채권감소(증가)	(143.1)	(13.3)	9.9	(33.1)	(28.9)
재고자산감소(증가)	(113.6)	(128.1)	21.0	(13.5)	(13.6)
매입채무증가(감소)	17.9	(12.9)	16.5	2.9	2.9
기타	(28.2)	27.6	(78.3)	(8.8)	(8.5)
투자활동현금흐름	**(521.0)**	**253.0**	**(6.1)**	**(21.6)**	**(22.6)**
단기투자자산감소	(520.0)	258.7	(44.5)	(15.4)	(16.1)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.4)	(0.5)
유형자산처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(1.1)	(1.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
재무활동현금흐름	**865.3**	**(83.1)**	**85.5**	**0.0**	**0.0**
차입금증가	(141.0)	5.5	94.9	0.0	0.0
자본증가	998.8	0.0	(2.8)	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	2.8	0.0	0.0
현금 증감	**155.5**	**(11.0)**	**(112.1)**	**94.3**	**185.0**
기초현금	95.9	251.4	240.4	128.2	222.5
기말현금	251.4	240.4	128.2	222.5	407.5
Gross cash flow	119.2	(18.5)	89.0	168.4	255.6
Gross investment	267.9	132.5	(7.4)	58.6	54.6
Free cash flow	**(148.7)**	**(150.9)**	**96.4**	**109.7**	**201.0**

손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**920.9**	**713.5**	**1,117.2**	**1,707.7**	**2,180.4**
증가율(%)	25.6	(22.5)	56.6	52.9	27.7
매출원가	696.8	644.6	948.1	1,371.6	1,711.6
매출총이익	224.1	68.9	169.1	336.1	468.8
판매 및 일반관리비	70.5	94.1	112.4	131.8	151.9
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**153.7**	**(25.2)**	**56.6**	**204.2**	**316.9**
증가율(%)	(1.1)	적전	흑전	260.6	55.2
EBITDA	153.8	(24.9)	58.1	205.1	317.8
증가율(%)	(1.1)	적전	흑전	253.0	54.9
영업외손익	52.5	49.6	15.4	11.4	12.0
이자수익	6.8	5.4	3.8	10.2	13.9
이자비용	24.1	0.8	0.5	0.4	0.2
지분법손익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업손익	69.8	45.0	12.1	1.7	(1.6)
세전순이익	206.1	24.4	72.0	215.6	328.9
증가율(%)	48.6	(88.2)	195.1	199.4	52.6
법인세비용	48.7	13.0	22.7	49.6	75.7
당기순이익	**157.4**	**11.4**	**49.3**	**166.0**	**253.3**
증가율 (%)	62.0	(92.8)	332.9	236.9	52.6
지배주주지분	157.4	11.4	49.3	166.0	253.3
증가율(%)	62.0	(92.8)	332.9	236.9	52.6
비지배지분	(0.0)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
EPS	**1,107**	**80**	**343**	**1,154**	**1,761**
증가율 (%)	27.7	(92.8)	331.5	236.3	52.6
수정EPS	1,107	80	343	1,154	1,761
증가율 (%)	27.7	(92.8)	331.5	236.3	52.6

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,107	80	343	1,154	1,761
BPS	11,960	11,412	11,572	12,726	14,488
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	96.3	946.4	155.3	46.2	30.3
PBR	8.9	6.6	4.6	4.2	3.7
EV/ EBITDA	94.3	-	125.3	35.0	21.9
배당수익율	0.0	0.0	-	-	-
PCR	127.1	-	85.9	45.5	30.0
수익성 (%)					
영업이익율	16.7	(3.5)	5.1	12.0	14.5
EBITDA이익율	16.7	(3.5)	5.2	12.0	14.6
순이익율	17.1	1.6	4.4	9.7	11.6
ROE	13.9	0.7	3.0	9.5	12.9
ROIC	12.9	(1.1)	3.2	12.1	18.0
안정성(%,배)					
순차입금/자기자본	(41.0)	(29.9)	(23.4)	(27.2)	(33.6)
유동비율	281.9	218.4	246.3	262.5	287.0
이자보상배율	6.4	(33.4)	118.5	488.5	1,326.6
활동성 (회)					
총자산회전율	0.4	0.2	0.4	0.6	0.7
매출채권회전율	2.4	1.7	2.8	4.1	4.9
재고자산회전율	0.6	0.4	0.7	1.0	1.3
매입채무회전율	1.3	0.9	1.5	2.3	3.0

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

		당사 투자의견 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	88%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	12%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2019.09.30 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가대비
2017-10-11	Buy	70,000	1년	4.1	34.3
2017-12-18	Buy	110,000	1년	-0.8	42.5
2018-06-18	Buy	150,000	1년	-42.1	-25.6
2018-12-28	Buy	130,000	1년	-45.2	-40.3
2019-02-25	Buy	130,000	1년	-45.3	-40.3
2019-05-16	Buy	100,000	1년	-48.9	-32.4
2019-09-20	Buy	80,000	1년	-35.5	-31.5
2019-10-04	Buy	80,000	1년		

셀트리온헬스케어(091990.KQ) 주가 및 목표주가 추이
담당애널리스트 : 한병화

